



分析师

刘书臻

电话: 010-62294620

Email: liushuzhen@hysec.com

中性（下调）

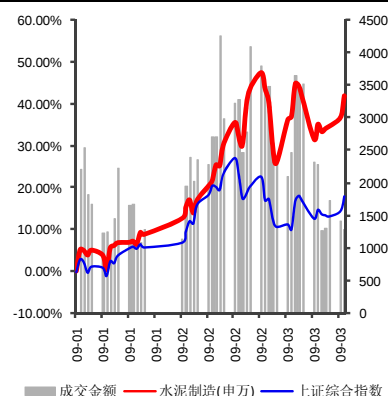
水泥行业/跟踪点评

复苏渐显，风险仍存

行业数据

股票家数（家）	22
总市值（亿元）	1558.62
流通市值（亿元）	1004.83
重点公司（家）	5
重点公司占行业市值比重	64%

09 年来市场表现



相关研究

《水泥行业策略报告：供求边际持续向好 盈利水平仍将提升》

2008.10.10

《2009 水泥行业年度策略：景气迅速回暖，关注区域差异》

2008.12.05

《理性分析，积极看待——2008 年 9-11 月份利润水平下降》

2009.01.14

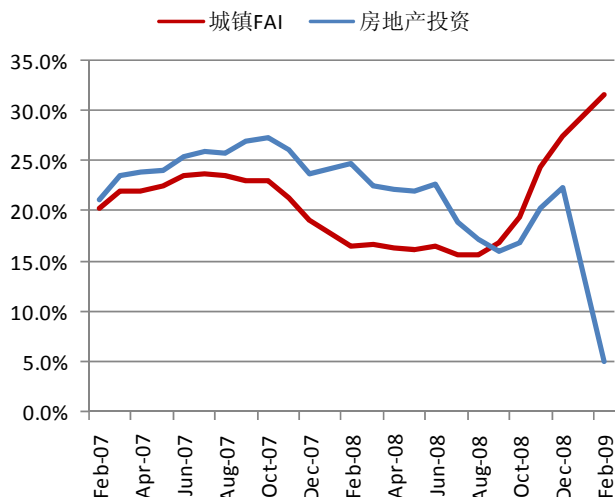
投资要点：

1. 水泥需求复苏的迹象初步显现。在政策性投资项目拉动下，1-2 月份城镇固定资产投资总额（10276 亿元）实现较快增长，实际增速 30% 以上（图 1）。从项目隶属关系看，中央项目投资（1070 亿元）增长 40.3%；从行业看，铁路运输业投资（343 亿元）增长 210.1%。这些数据表明政策性投资项目已逐步展开，相应领域的水泥需求值得期待。
2. 前期煤炭成本下降逐步向下游传导，近期水泥价格有所回调。2009 年 2 月，36 城市 42.5 强度普通硅酸盐水泥零售均价（405 元/吨）较 2008 年 12 月下降了 12 元/吨。据国家统计局公布数据，3 月上旬重点企业水泥出厂价（301.7 元/吨）较 2 月下旬下降 0.7%（2 元/吨），与去年 11 月份持平。我们认为煤炭成本变动向下游传导是近期水泥价格回调的主要原因（图 2）。较去年第三季度，目前水泥价格的降幅（<15 元/吨）低于煤炭成本的降幅（>30 元/吨）。
3. 我们维持第二季度水泥行业景气迅速回暖的判断：消费旺季逐渐到来；政策性投资项目的拉动作用进一步显现；值得期待的价格走势。
4. 水泥行业面临的主要风险：产能过剩压力、房地产领域需求下滑。2008 年新增水泥产能 2 亿吨左右，减去落后产能淘汰量后净增 1.3 亿吨左右，超过需求增量（7000 万吨）。预计 2009 年水泥新建产能将继续保持增长态势：1-2 月份水泥行业累计完成投资 88.7 亿元，同比增长 87.63%；水泥专用设备制造量累计达到 8.2 万吨，同比增长 10.2%（图 3）。2008 年行业内部集中度的提升抵消了产能过快增长的不利影响，吨水泥利润水平同比提升 20% 以上，达到 20 元以上（图 4）。但过快的产能释放速度势必影响水泥行业的开工率、加剧市场竞争程度，行业内部能否消化新

增的过剩产能还有待进一步观察。另外，1-2 月份房地产投资（2398 亿元）实际同比增速由 20%以上下滑为 5.1%（图 1），同时房地产在城镇固定资产投资中的比重仍达 23%以上。我们认为 2009 年房地产投资很有可能出现负增长，相关领域的水泥需求将出现萎缩。如果房地产领域需求下滑超出预期，则水泥需求的较快增长将有赖于政策性投资力度的进一步加大。

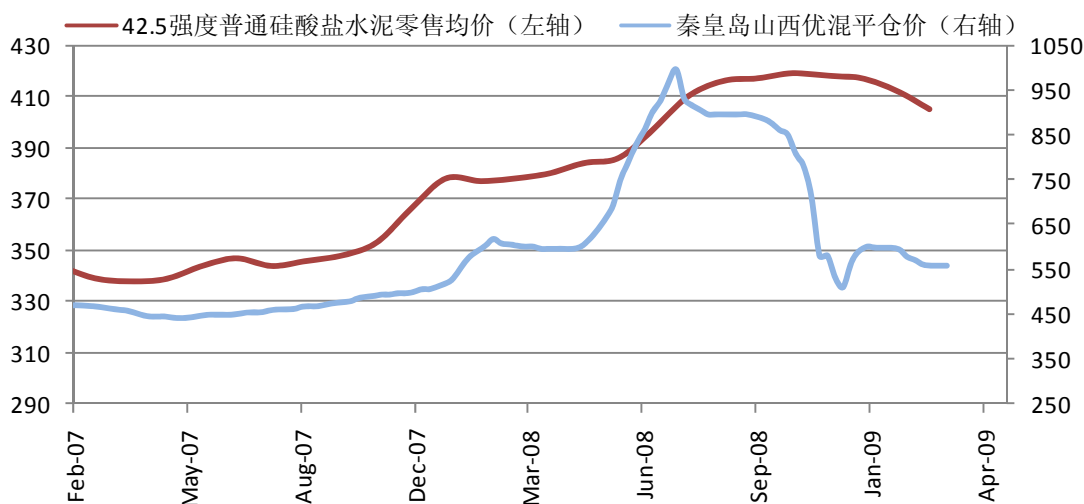
5. 下调行业评级至“中性”。2009 年以来水泥板块已跑赢上证综指 20%以上；而且如果房地产领域水泥需求萎缩程度或水泥产能过剩的不利影响超出预期，水泥行业景气回升的程度可能低于市场预期。我们认为目前水泥板块整体存在一定的投资风险，并下调行业评级至“中性”，投资机会从行业整体转向部分优质龙头企业。
6. 针对水泥行业面临的主要风险，我们认为西北、华北区域房地产投资占比低、市场封闭性强，行业景气回升程度将高于全国平均水平，相应的龙头企业依然值得关注。对于我们重点推荐的冀东水泥（000401）和赛马实业（600449），预计 2009 年 EPS 分别为 0.81、1.84 元，分别给予 16.20~20.25 元和 34.65~36.80 元的目标价位，维持“买入”评级。

图 1:2009 年 1-2 月份城镇 FAI 与房地产投资增速



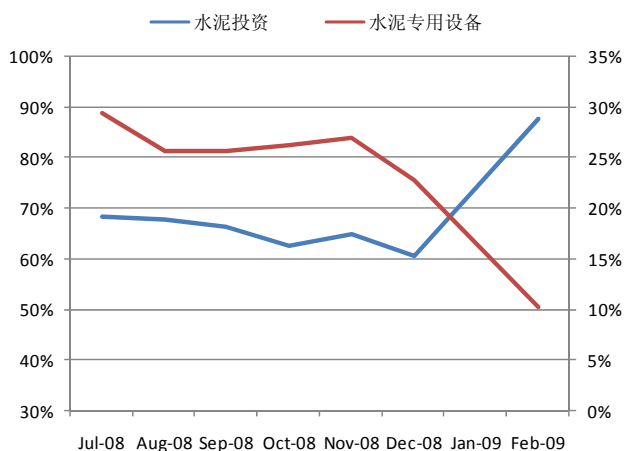
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 2:2009 年 1-2 月份煤炭价格趋稳、水泥价格回调



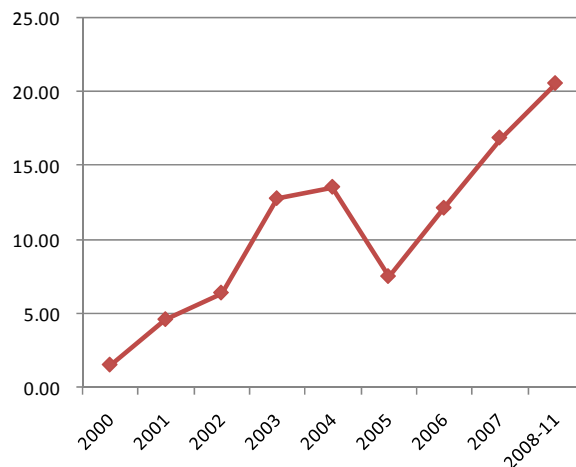
资料来源：Wind，聚源数据，宏源证券

图 3:水泥投资、水泥专用设备累计同比增长率 (%)



资料来源：国家统计局，数字水泥网，宏源证券

图 4:2000 年以来吨水泥利润 (元) 走势



资料来源：数字水泥网，国家发改委，宏源证券

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上